



VESTATHENA

L'audace de patienter, la sagesse d'oser

Lettre mensuelle de septembre 2017

Pétrole : le rééquilibrage du marché est bien enclenché

Les inquiétudes relatives à l'excès d'offre sur le marché pétrolier continuent de peser sur les prix avec un effet négatif généralisé sur le sentiment de marché. Pourtant, les fondamentaux évoluent dans le bon sens et notre scénario demeure inchangé. Compte tenu du sous-investissement de ces trois dernières années (cumul de 620 Md\$), les capacités de production ne pourront pas suivre la demande, et nous allons manquer de pétrole, à l'horizon 2020 selon les prévisions, ce qui aura probablement pour effet de faire rebondir les prix bien au-delà de 60\$.

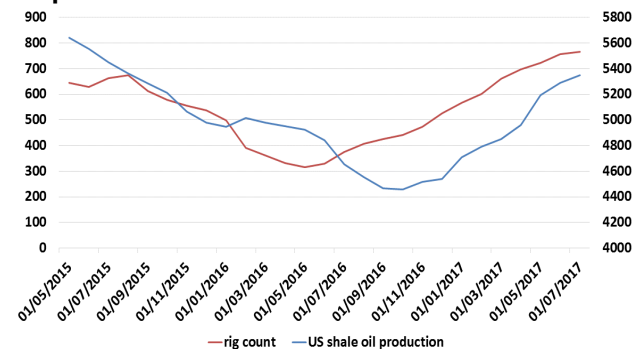
Les craintes d'un excès d'offre dominant le sentiment de marché

En novembre 2016, l'OPEP a accepté, en accord avec d'autres pays producteurs, de réduire sa production, afin de supprimer les excédents de stocks créés par une production supérieure à la demande. Dans un premier temps, cela a bien fonctionné puisque les prix du pétrole ont rebondi (+30% de fin novembre 2016 à début mars 2017). Cependant, ces derniers sont repartis à la baisse avec le redémarrage des pétroles de schiste, qui a fait craindre un sur approvisionnement du marché d'autant que les producteurs américains ont communiqué sur des hausses de production à venir extrêmement optimistes et sur la réduction de leurs coûts leur permettant de produire de manière rentable sur des niveaux de prix autour de 35-40 dollars le baril.

Dans les faits, la production américaine a bien progressé depuis octobre 2016 (+1,08 Mb/j). Mais une étude approfondie des données indique que la croissance provient essentiellement de gains de production dans le Golfe du Mexique (+0,68 Mb/j). La production de schiste, si elle a bien progressé, n'a pas pour autant explosé.

Au niveau des gains de productivité, il convient de préciser qu'une grosse partie, soit environ 70% sont des gains conjoncturels liés à la baisse des coûts des contrats de services pétroliers (baisse des prix en raison de la chute de l'activité). Maintenant que le marché repart, le coût des services est en train de remonter.

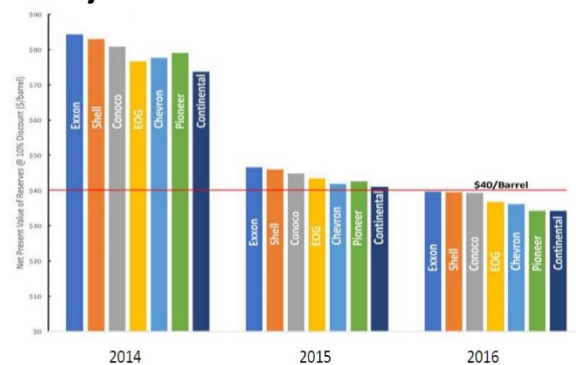
Evolution des rigs de forage et de la production de pétrole de schiste US



Source : Baker Hughes, DoE

Pour donner un exemple, les prix du sable de fracturation se sont envolés, cette année, de plus de 150% pour un puit standard sur le bassin Permian. La même tendance est observée chez les grandes compagnies pétrolières, qui ont vu leurs coûts baisser de la même amplitude sur la même période, ce qui prouve que ces gains de productivités n'étaient que temporaires.

Prix de revient des producteurs de schiste et des majors



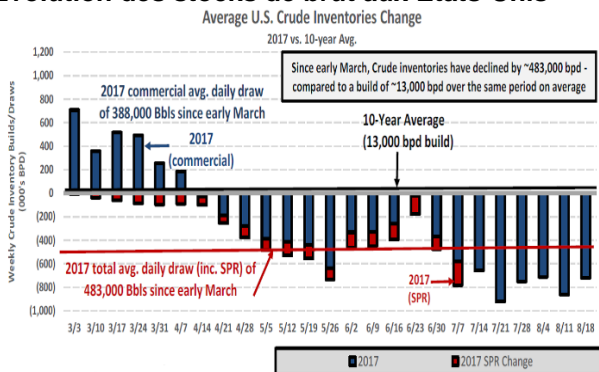
Source : 10-K et 20-F SEC filings & Labyrinth Consulting Services, Inc.

Dans ce contexte, avec un baril en dessous de 50\$ depuis quelques semaines, on a observé un tassement de l'activité et cela pourrait se poursuivre tant que les prix resteront volatiles et en dessous de 50\$.

Le rééquilibrage est pourtant enclenché...

Le marché est entré en rééquilibrage, le recul des stocks mondiaux en est l'illustration. Aux Etats-Unis, la baisse des stocks de pétrole brut a été d'une ampleur sans précédent sur les six derniers mois. Ils ont en effet reculé de 65 Mb alors qu'historiquement, sur la même période, ils affichent une hausse de 1 Mb en moyenne sur les 5 dernières années, et +3 Mb en moyenne sur les 15 dernières années. Cette baisse des stocks aurait pu être encore plus massive sans l'impact des ventes de stocks de pétrole stratégique (SPR) de 16 Mb. Autrement dit, hors effet SPR, les stocks commerciaux sous-jacents ont baissé de 81 Mb au cours des 6 derniers mois, ce qui est énorme. Ceci illustre clairement un sous-approvisionnement du marché pétrolier aux Etats-Unis de 400 000 barils par jour (b/j) depuis mars et même 500 000 b/j hors effet SPR.

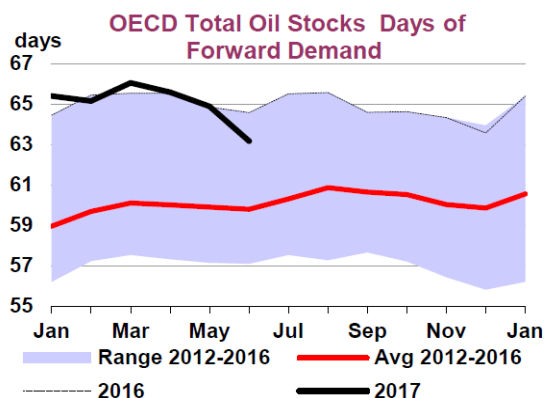
Evolution des stocks de brut aux Etats-Unis



Source : DOE moyenne mobile 4 semaines

Les statistiques sur les stocks en dehors des Etats-Unis sont publiées avec un décalage de 2 mois et elles ne concernent que l'OCDE. Si l'on s'en tient aux données publiées sur les stocks OCDE de juin, on constate, là aussi, une tendance à la baisse.

Evolution des stocks OCDE

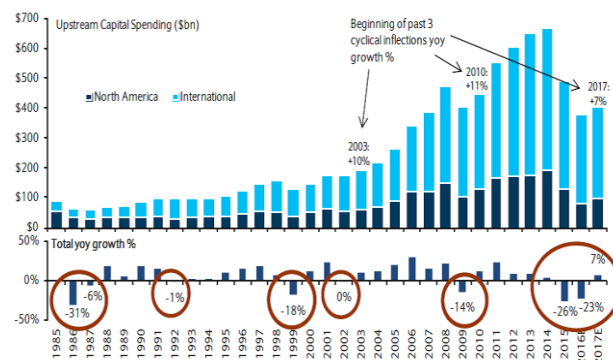


Source : AIE

... et le sous-investissement des dernières années prépare le prochain rebond des prix

L'industrie pétrolière a massivement sous investi ces dernières années suite à la baisse des prix du pétrole. L'Agence Internationale de l'Energie (AIE) prévoit un marché en déficit à horizon 2020 compte tenu de la déplétion naturelle des champs. On perd en effet entre 4 et 5% de production pétrolière par an si on n'investit pas suffisamment. Cela veut dire que tous les dix ans, on perd 50% de la production mondiale de pétrole. Rien que pour maintenir la production, il faut investir chaque année 630 Md\$ (selon Wood Mackenzie). Depuis la baisse des prix en 2014, on a investi entre 400 et 450 Md\$ par an sur 2015-2017. Mathématiquement, la production de pétrole va baisser sur les prochaines années compte tenu du sous-investissement. Dans le même temps, la consommation va continuer d'augmenter. Il y aura forcément un effet ciseau sur le marché et cela se traduira par un rebond des prix du pétrole.

Investissements E&P de 1985 à 2017e



Source : Barclays Research

Au niveau boursier, le secteur offre un point d'entrée sur le cycle

Depuis le début de l'année, le secteur (MSCI World Energy) recule de 18,9% en euros face à un MSCI World qui est quasiment stable (-0,2%). Cette évolution de l'indice masque des évolutions disparates entre les différents segments. Les pétrolières intégrées ont mieux résisté que les autres acteurs (E&P et services pétroliers) en raison de leur profil diversifié. Les efforts sur les coûts et le M&A devraient rester au centre des stratégies dans l'attente du rebond des prix du brut. En portant notre regard sur 2018-2020, les valorisations du secteur sont attractives et au regard de notre scénario haussier sur les prix, la récente correction semble constituer une opportunité pour investir sur un secteur, qui offre un potentiel significatif de revalorisation.

Lettre rédigée le 11 septembre 2017

Sandrine Cauvin

VESTATHENA

Société de gestion agréée par l'AMF sous le n° GP-14000019 en date du 30/06/2014

SAS au capital de 4 200 000 € - RCS 802985960

Siège Social : 65 Rue de Monceau – 75008 PARIS

www.vestathena.com

Ce document est destiné à des clients professionnels au sens du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers. Il ne constitue en aucun cas un élément contractuel. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Ce document est la propriété intellectuelle de Vestathena. Toute reproduction ou transmission à un tiers de tout ou partie de ce document est strictement interdite sans une autorisation écrite préalable de Vestathena. Ce document repose sur des informations obtenues auprès de sources considérées comme fiables mais ne sauraient engager la responsabilité de Vestathena. Vestathena met tout en œuvre pour vérifier les informations fournies mais aucune garantie ne peut être donnée quant à leur exactitude. Les opinions exprimées dans ce rapport sont celles du gestionnaire du fonds au moment de la préparation du document. Elles sont susceptibles d'évoluer et ne constituent pas une recommandation d'investissement.